

PASSIVAMENTE ATTIVI

La correlazione negativa tra azioni e obbligazioni, così importante per i portafogli bilanciati, si è fatta sfuggente, un buon argomento per utilizzare la gestione attiva e mettere al riparo il portafoglio dalle possibili vulnerabilità.

Il Don Giovanni di Mozart e Da Ponte venne rappresentato per la prima volta a Praga nell'ottobre 1787 e fu un clamoroso successo, "a Praga non è mai stato rappresentato niente di paragonabile prima del Don Giovanni" scrisse un giornale locale. Il filosofo Kierkegaard è convinto che "con il suo Don Giovanni Mozart entra nella piccola schiera immortale di uomini le cui opere, i cui nomi, il tempo non dimenticherà".

E' vero, il Don Giovanni è un'opera senza tempo perché la musica perfetta da forma e colore alle emozioni e alle storie di personaggi profondamente umani, maschere senza tempo che danno voce a sentimenti universali. L'opera fu il risultato del lavoro a quattro mani del musicista austriaco e del librettista italiano, l'esito finale fu sorprendente anche per loro. Erano partiti per lavorare a un'opera buffa e si ritrovarono tra le mani un dramma, c'è ben poca comicità in una storia che comincia con una violenza e un omicidio e termina con la morte del protagonista. Mozart e Da Ponte trovarono un buon compromesso nel definire l'opera un "dramma giocoso".

Le due scene dell'inizio e della fine sono cruciali per l'intera opera, due colonne che sorreggono e racchiudono la storia. L'omicidio del Commendatore cambia la vita e condiziona i comportamenti dei personaggi che alla fine, con la condanna dell'assassino, si scoprono senza più uno scopo, Donna Anna rimanda le nozze di un anno, Donna Elvira si ritira in convento, il servo di Don Giovanni, Leporello, se ne va all'osteria "a trovar padron miglior".



Scena dal film Don Giovanni di Joseph Losey (1979)

La storia senza tempo del Don Giovanni si presta a qualche metafora del nostro tempo.

Un possibile protagonista di un immaginario dramma contemporaneo potrebbe essere Donald Trump; la sua politica isolazionista e protezionista ha messo fine alla Pax Americana ed è la "prima scena" di una storia del tutto nuova, le terribili cronache dalla Siria ne sono l'ultima drammatica rappresentazione. Viviamo certamente un dramma, se aggiungere l'aggettivo "giocosso", come fecero Mozart e Da Ponte, ciascuno valuti da sé. Non difettano a Trump tratti grotteschi, ad esempio l'argomento dell'assenza dei Curdi allo sbarco in Normandia, ma le immagini e le storie che leggiamo in queste ore frenano qualsiasi ilarità.

Un'altra possibile "prima scena" di una storia ancora da scrivere è la morte dell'inflazione. La fine dell'inflazione è argomento che appassiona gli economisti, coinvolge i gestori di portafogli,

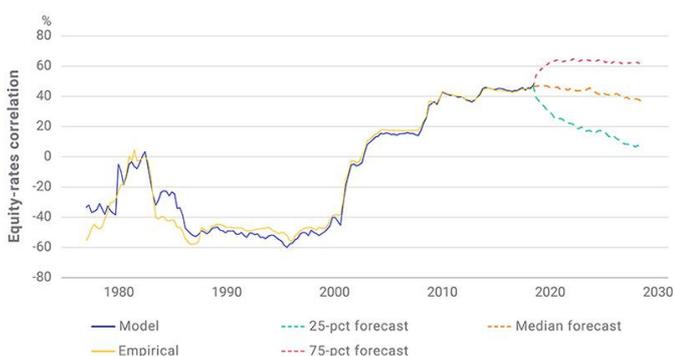


Carlo Benetti
Market Specialist di
GAM (Italia) SGR S.p.A.

interessa tutti i risparmiatori. Obbligazioni e azioni reagiscono in modo diverso alle variabili economiche, la crescita fa salire sia i listini che i rendimenti, le attese di inflazione hanno invece un effetto asimmetrico, spingono in alto i tassi ma deprimono le azioni.

In questi mesi le notizie negative non hanno frenato gli indici azionari. Da inizio anno le principali borse restano prossime ai massimi, lo S&P 500 è sopra il 17%, l'Eurostoxx attorno a +18%, la borsa italiana attorno al 20% e anche l'indice tedesco celebra i fasti di un +17%, grossomodo, a dispetto degli infortuni che hanno afflitto i maggiori gruppi del listino.

L'altra faccia della luna, quella delle obbligazioni, è molto diversa, guerra commerciale e incertezza politica tengono i rendimenti schiacciati al pavimento. I mercati si dividono tra i pessimisti, che leggono nei livelli dei tassi scenari di recessione, e gli ottimisti che nei medesimi tassi vedono opportunità per il pubblico e il privato di finanziare a basso costo investimenti, ad esempio nella transizione energetica o nell'innovazione tecnologica.



Correlazione realizzata e stimata tra borsa USA e Treasury decennale (fonte: MSCI, Federal reserve Bank St. Louis, FRED).

Sembra un altro mondo e un'altra epoca quando i gestori potevano compensare la diminuzione del rischio azionario con il rendimento obbligazionario. Una possibilità che il mercato dei bond offre in modo più ambiguo, la correlazione negativa tra le due grandi classi di attivo, un tempo granitica, si è fatta sfuggente, del tutto assente nel 2018 si è ripresentata nel 2019, subordinata al clima politico e soprattutto alle parole dei banchieri centrali.

Le carte le darà ancora una volta la Federal Reserve nella prossima riunione prevista a fine mese. Il mercato scommette su un ulteriore taglio dei tassi di 25 punti base, "già incorporato nel prezzo del titolo a tre mesi" come annota la newsletter di GAM Italia "La Musa dei Mercati" di venerdì 11 ottobre.

Powell si guarda bene dall'indicare l'obiettivo di disoccupazione e mantenere così la massima libertà di movimento. Non è sorprendente che il presidente della Fed ripeta il mantra di azioni sui tassi "data driven", prese sulla base della qualità dei dati economici. E' però una novità il riferimento all'"evoluzione dello scenario di rischio", una frase volutamente ampia che consente qualsiasi interpretazione.

L'Economist di questa settimana parla di fine dell'inflazione o, perlomeno, di fine della sua rilevanza come indicatore

economico, "fino al momento in cui dovremo farci i conti di nuovo, quando qualcuno scriverà nuovamente sul fallimento dei nuovi modelli macroeconomici" mette (saggiamente) in guardia il professor Fabio Ghironi dell'Università di Washington.

Le banche centrali hanno avuto ragione della grande inflazione degli anni Settanta, i prezzi attuali scontano tassi negativi per altri sei o sette anni, chi se la sente di scommettere sull'assenza di sorprese nel frattempo? In un contesto di bassa crescita e delle sfide poste dalle dinamiche demografiche e tecnologiche, le banche centrali stanno facendo tutto il possibile per stimolare l'attività economica, è un azzardo affidarsi a valutazioni su scenari che hanno già dimostrato repentini mutamenti.

La relazione tra azioni e obbligazioni resta centrale per qualsiasi portafoglio bilanciato, la complessità dello scenario, la vulnerabilità, per ragioni diverse, delle due tradizionali classi di attivo suggeriscono una diversificazione che comprenda anche strumenti meno correlati, meno direzionali, che generino valore nel tempo.



Strade separate per azioni e obbligazioni (fonte: GAM, Bloomberg).

Difficile interpretare il mercato e pressoché impossibile prevedere la volubilità della politica, per questo "nella nostra strategia multi-asset sono aumentate le componenti di protezione e 'alpha', così da ridurre la volatilità del portafoglio" scrive Massimo De Palma del Team multi-asset di GAM Italia su Plus del 12 ottobre "nella fattispecie, metalli preziosi, strategie sulla volatilità, long/short equity e credito, yen. L'esposizione azionaria, diversificata globalmente, è bilanciata da titoli governativi della periferia euro e dal Treasury, utili complementi in caso di correzione".

Il tempo è l'ingrediente più umile eppure il più importante nella gestione di un portafoglio, il meno apprezzato dalla grande maggioranza dei risparmiatori.

La pazienza è virtù dei forti perché contro-intuitiva, la natura dell'uomo spinge all'azione, ad agire e a reagire alle avversità o al semplice mutare delle condizioni. Migliaia di anni di evoluzione determinati dal ciclo notte-giorno e da un orizzonte temporale legato alla sopravvivenza quotidiana assai gravoso l'esercizio della pazienza. L'impulso ad agire, a fare qualcosa è un bias comportamentale che insidia chiunque, indipendentemente dalla sua cultura o intelligenza.

E' stato vittima dell'action bias anche il primo ministro inglese Boris Johnson. Appena insediato a Downing Street il premier britannico ha subito "agito", ha ripreso il dossier Brexit per

compiacere l'ala del suo partito che lo aveva sostenuto, la più convinta di un'uscita dall'Europa anche senza accordo. Di fronte alle difficoltà poste dalla questione dei confini in Irlanda del Nord, le medesime fronteggiate da May e risolte con il compromesso di fine 2017, Boris Johnson ha "ri-agito" mitigando i toni e sconfessando le minacce. Agendo e reagendo, alla fine Johnson ha quasi del tutto annullato l'iniziale intransigenza e si ritrova più o meno sulle proposte elaborate dal governo May.

L'investitore, nel suo piccolo, prova lo stesso impulso all'azione, dimenticando che anche il "non agire" è di per sé un'azione. L'attività di investimento deve essere noiosa, diceva Paul Samuelson, "come osservare la vernice che asciuga su un muro". Negli anni Ottanta il leggendario Robert Kirby parlava di "Coffee Can Portfolios", portafogli nelle lattine del caffè.

The Coffee Can portfolio

You can make more money being passively active than actively passive.

Robert G. Kirby

During recent years, there has been a gradual but steady increase in the use of index funds by institutional investors. This disturbs me, because I believe that superior investment research and management can produce consistently above-average results. Even beyond that point, however, I am also bothered by the wide, unquestioning acceptance of a form of indexing that appears to be seriously flawed. Nevertheless, despite these complaints, I do not disagree out of hand with those who adopt indexed investment programs.

We all know that, in the aggregate, professional money managers do not produce a return superior to that of a broadly based, unmanaged portfolio. We ignore the data that show that a few money managers have done consistently better, and a few others have done consistently worse. This means that we should not be surprised when an investor who has been a client of a poor money manager decides that he would be better off with an index fund. To beat the market is not easy. In addition to a good investment manager, the investor needs perspective, patience, and courage — qualities that do not abound in today's intensely competitive world. For many investors, institutional and individual, an index fund may well be the best kind of common stock investment program.

WHY INDEX? AND WHY NOT?

Perhaps I have a suspicious and cynical mind. Each surge in the popularity of index funds seems to follow a period during which the S&P 500 has been an excellent performer. Most index funds are not set up to avoid inferior performance; their purpose is to secure superior performance — just as when an invest-

or hires a new investment manager with a great recent record. These are the wrong reasons.

Other investors adopt index funds for the right reasons. They believe that (1) the market is efficient in pricing assets so that it is virtually impossible to achieve consistently superior returns, and (2) the underperformance of professional money managers is the result of futile transaction costs. I disagree with these assumptions, but they support a position that is logical and makes sense. The question that completely perplexes me is why, with this sensible and logical approach to equity investing, these people then choose to replicate the Standard & Poor's 500, which (1) is in reality actively managed, and (2) does not represent the market?

WHEN IS PASSIVE ACTIVE?

In case you're shocked, let's examine these two statements. First, on the point of active management, maybe you can accuse me of splitting hairs, because turnover in the S&P 500 is small in comparison to that of most "active" money managers. Even modest activity, however, if it occurs year after year, produces a substantial cumulative change in the portfolio. In the past 10 years, Standard & Poor's has made several hundred changes, both eliminations and additions, in their portfolio, and these changes have created transaction costs for holders of S&P 500 index funds. Further, the changes are not the result of a formula that produces a consistent, predictable kind of alteration: They represent individual judgments of the Standard & Poor's staff, based on a combination of research and intuition, just as old-fashioned, active portfolio managers do it. Yet many people who are

Un atteggiamento virtuoso che aiuta a scansare gli errori di scelte prese sull'emotività e che potrebbe avere anche benefici di sistema. Se la maggioranza degli investitori considerasse davvero i propri investimenti nascosti nelle lattine del caffè evitando l'impulso ad agire e a controllare compulsivamente le performance, ne beneficerebbero in ugual misura i portafogli e la loro tranquillità mentale e diminuirebbe anche la pressione sui gestori. Perché i gestori eviterebbero magari qualche scelta più azzardata per cercare risultati di breve periodo, rallenterebbero il turn over del portafoglio, si concentrerebbero con più serenità sui fondamentali per estrarre valore nel tempo. Il "Coffee Can Portfolio" non serve per arricchirsi in fretta (ricordiamo la vernice fresca di Samuelson), risponde piuttosto alla ben più importante esigenza di protezione e accumulo nel tempo, un modo intelligente per essere "passivamente attivi", lasciando che siano il metodo, le scelte oculate e il tempo a fare la parte importante del lavoro.

Gli investitori di lungo termine, coloro che sanno restare fedeli al metodo, magari con il supporto di un consulente di fiducia, sanno tenere lo sguardo oltre le cronache degli affanni quotidiani, si preoccupano più della congruenza del portafoglio con i loro obiettivi di lungo termine che della gara con gli indici di mercato.

Il Don Giovanni fornisce un'altra metafora. La storia, abbiamo detto sopra, si sviluppa all'interno del registro drammatico della prima e dell'ultima scena, le due colonne che reggono l'arco dell'intera opera. Una similitudine buona anche per la diversificazione e l'orizzonte temporale, colonne portanti dell'edificio dell'efficiente attività di gestione.

Ma questa è una storia arcinota ai lettori di queste righe.

L'articolo di Robert G. Kirby pubblicato su The Journal of Portfolio Management, Fall 1984

Kirby aveva ripreso l'immagine dal vecchio West dell'epopea americana, quando il denaro veniva messo in lattine vuote del caffè nascoste sotto il materasso. Gli investitori dovrebbero riprendere quell'abitudine, scriveva Kirby, considerare il portafoglio come se fosse nascosto in una lattina del caffè, non guardarlo e non toccarlo.

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.